

تأثیر ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و نقدینگی

بر ارزش بازار شرکت ها

دکتر فرزین رضایی*

عبدالله پیری**

تاریخ دریافت: ۱۳۹۰/۰۳/۱۰

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۰/۰۵/۱۸

چکیده

هدف این تحقیق بررسی تأثیر ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و نقدینگی بر ارزش بازار شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بنابراین تعداد ۱۷۶ شرکت در طی سالهای ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ (دوره زمانی پنج ساله) به عنوان نمونه آماری تحقیق انتخاب شد. برای بررسی تأثیر هر کدام از متغیرهای مستقل ساختار مالکیت (درصد سهام در اختیار سرمایه-گذاران نهادی و تمرکز سهام)، ساختار سرمایه و نقدینگی بر ارزش بازار شرکت ها فرضیه‌های جداگانه‌ای با استفاده از الگوی رگرسیونی چندگانه مورد آزمون قرار گرفت. نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان داد که درصد سهام در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی بر ارزش بازار شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد. ولی تمرکز سهام بر ارزش بازار تأثیر منفی و معناداری دارد. به علاوه وجود رابطه معنادار بین ساختار سرمایه (نسبت کل بدهی‌های شرکت بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام) و ارزش بازار شرکت تأیید نشد. نقدینگی نیز بر ارزش بازار شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد. همچنین متغیرهای کنترلی تحقیق شامل کیو توین، درصد سود تقسیمی و نسبت دارایی‌های ثابت مشهود تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش بازار شرکت دارند.

واژه‌های کلیدی: ساختار مالکیت، سهامداران نهادی، تمرکز سهام، ساختار سرمایه، نقدینگی.

* استادیار حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد قزوین، مسئول مکاتبات. farzinrezaei@yahoo.com

** دانشجوی کارشناسی ارشد رشته مدیریت بازرگانی (گرایش مالی)، دانشگاه آزاد اسلامی واحد قزوین.

۱- مقدمه

پیشرفت‌های اقتصادی، جهانی شدن، انقلاب صنعتی و... باعث به وجود آمدن شرکت‌های بزرگ شد. این شرکت‌ها اغلب از نوع شرکت‌های سهامی بوده و برای ادامه حیات و افزایش توان رقابتی خود مجبور به تأمین سرمایه از طریق فروش سهام می‌باشند. آنچه که سرمایه‌گذاران هنگام تصمیم‌گیری جهت خرید سهام بیشتر مورد توجه قرار می‌دهند، ارزش بازار شرکت‌ها و عوامل تاثیرگذار بر آن است. در واقع سرمایه‌گذاران با شناخت عوامل مؤثر بر ارزش شرکت‌ها، روند تغییرات قیمت و تغییرات ارزش را پیش‌بینی می‌کنند و بر این اساس تصمیمات لازم را برای خرید یا عدم خرید سهام اتخاذ می‌کنند (پی‌نو، ۱۳۸۶). تشکیل شرکت‌های بزرگ و افزایش تعداد مالکان آن‌ها باعث جدایی مالکیت از مدیریت شرکت و مطرح شدن مسأله نمایندگی شد. در این مسأله، تضاد منافع بین مالکین شرکت (کارگماران) و مدیران (کارگزاران) مفروض است و هزینه‌های نمایندگی از این تضاد منافع به وجود می‌آید. حاکمیت شرکتی یکی از سازوکارهای کاهش تضاد منافع و هزینه‌های نمایندگی است و شامل ساز و کارهای درونی و بیرونی می‌باشد (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶؛ عبدالله، ۲۰۰۴). ساختار مالکیت شرکت‌ها یکی از مهم‌ترین ساز و کارهای بیرونی حاکمیت شرکتی است و سهامداران می‌توانند بر کار مدیران شرکت نظارت و کنترل داشته و موجب کاهش هزینه‌ها و افزایش ارزش شرکت گردند (جنسن، ۱۹۸۶).

ساختار سرمایه یک شرکت، رابطه بین بدهی و حقوق صاحبان سهام را نشان می‌دهد. بدهی باعث ایجاد محدودیت برای مدیران می‌شود در حالی که سرمایه، انعطاف‌پذیری و توان تصمیم‌گیری را افزایش می‌دهد. اصولاً استفاده از بدهی در ساختار مالی موجب می‌شود بازده مورد انتظار سهامداران افزایش یابد، ولی این امر می‌تواند افزایش ریسک شرکت را نیز سبب شود. بطور کلی استفاده از بدهی در ترکیب مالی شرکت‌ها مثل شمشیر دولبه عمل نموده و هم می‌تواند افزایش ارزش شرکت‌ها را سبب شده و هم موجب کاهش ارزش شرکت گردد.

از طرفی وجوه نقد یکی از دارایی‌های خیلی آسیب‌پذیر از اعمال و رفتار مدیران است و مدیران در هزینه کردن وجوه نقد به دو روش محافظه‌کارانه و جسورانه عمل می‌کنند. در روش محافظه‌کارانه سعی می‌کنند که وجوه نقد را برای پرداخت‌های آتی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و... نگهداری کنند. در حالی که در روش جسورانه، در پروژه‌های دارای ریسک سرمایه‌گذاری می‌کنند. در روش اول، احتمال نگهداری وجوه نقد را کم‌تر وجود دارد که براساس تئوری‌های ارزش زمانی پول، از ارزش وجوه نگهداری شده به مرور زمان کاسته می‌شود. از طرفی در این روش می‌توان با تشخیص و ارزیابی مناسب فرصت‌های سرمایه‌گذاری، موجبات سودآوری و ایجاد ارزش بیشتر برای شرکت را فراهم آورد. در روش دوم از استراتژی‌های جسورانه در هزینه کردن وجوه نقد استفاده می‌شود که این امر می‌تواند منجر به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های غیرسودآور را سبب شود و در نهایت ارزش شرکت کاهش یابد. از طرفی سرمایه‌گذاری بر روی پروژه‌های دارای ریسک می‌تواند بازدهی بیشتر را نیز سبب شود (هارفورد، ۱۹۹۹؛ ۲۰۰۸؛ دیتمار و ماهر، اسمیت، ۲۰۰۷).

۲- بیان مسأله

قیمت سهام شرکت‌ها که بیان‌کننده ارزش شرکت‌هاست، یکی از بارزترین معیارهای سرمایه‌گذاری و ارزش‌گذاری شرکت‌ها می‌باشد. این‌که این ارزش‌ها از کجا سرچشمه می‌گیرند و چه عواملی در ایجاد آن مؤثرند، حوزه‌های تحقیقاتی بسیاری را به خود اختصاص داده است. در ادبیات موجود ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و نقدینگی از جمله عوامل مؤثر بر ارزش شرکت‌ها مطرح است.

پس از مطرح شدن بحث حاکمیت شرکتی در دهه ۱۹۹۰ میلادی و مسائل مربوط به ترکیب و هویت مالکین شرکت‌ها، توجه به ساختار مالکیت شرکت‌ها نیز مطرح شد و بعد از آن بورس‌های اوراق بهادار، سرمایه‌گذاران و تصمیم‌گیرندگان اصلی شرکت‌ها مسائل مربوط به ساختار مالکیت شرکت‌ها را مورد توجه قرار دادند. در

کشورمان نیز با توجه تدوین پیش‌نویس آیین‌نامه نظام راهبری شرکت‌ها و توجه بیشتر به نقش مالکین در نظارت و کنترل بر اعمال مدیران شرکت‌ها و همچنین بحث تغییر مالکیت شرکت‌ها پس از اجرای خصوصی‌سازی؛ مباحث مربوط به ساختار مالکیت بیش از پیش مطرح گردید. از طرفی تعیین ترکیب بهینه ساختار سرمایه، یکی از اهداف و تصمیمات اصلی مدیران شرکت‌ها در جهت رسیدن به هدف حداکثرسازی ثروت سهامداران بوده و اقتصاددانان، مدیران شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران ساختار سرمایه شرکت‌ها را همواره مورد توجه قرار می‌دهند. موجودی نقد (نقدینگی) نیز با توجه به تاثیرات متفاوت آن (هم می‌تواند با سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور موجب بهبود عملکرد و افزایش ارزش شرکت شده و هم می‌تواند با سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارای ریسک زیاد موجب کاهش ارزش شرکت شود) همواره مورد توجه سرمایه‌گذاران بالقوه و مدیران شرکت‌ها بوده است. بنابراین سؤال اصلی مطرح در این پژوهش این است که آیا ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و نقدینگی بر ارزش بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد؟ با رسیدن به جواب این سؤال مدیران و تصمیم‌گیرندگان اصلی شرکت اقدامات مناسب‌تری در جهت افزایش ارزش شرکت‌ها انجام خواهند داد. اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران نیز با شناخت میزان تاثیر عوامل مذکور خواهند توانست نسبت به واکنش‌های بازار و محتوای اطلاعاتی ارقام سود و زیان شناخت بهتری کسب نمایند.

هدف اصلی این پژوهش شناخت تاثیر ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و نقدینگی بر ارزش بازار شرکت‌ها می‌باشد. با توجه به تدوین پیش‌نویس آیین‌نامه نظام راهبری شرکت‌ها و توجه بیشتر به نقش مالکین در نظارت و کنترل بر اعمال مدیران شرکت‌ها لازم است که ساز و کارهای نظارتی حاکمیت شرکتی مورد بررسی قرار گیرد تا در تدوین نهایی اصول راهبری شرکت‌ها این عوامل بیشتر مورد توجه قرار گیرد. همچنین شناخت میزان تاثیر استفاده از بدهی در ساختار سرمایه و وجوه نقد نگهداری شده بر ارزش بازار شرکت‌ها انجام این تحقیق ضرورت دیگر انجام این تحقیق می‌باشد.

۳- مبانی نظری پژوهش

بعد از تفکیک مدیریت شرکت ها از مالکیت آن و مطرح شدن تئوری نمایندگی توسط جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) بحث کنترل های داخلی و ساختار مالکیت به عنوان ساز و کارهای بیرونی حاکمیت شرکتی مورد توجه قرار گرفت. جنسن و مک‌لینگ مدیران را به عنوان نماینده و سهامداران را به عنوان مالکین شرکت در نظر گرفتند. براساس تئوری نمایندگی در شرکت های با سهامداران پراکنده امکان نظارت و کنترل به وسیله سهامداران کمتر است و ممکن است مدیران به دنبال منافع خویش باشند، درحالی که براساس تئوری های مالی هدف اصلی از فعالیت شرکت ها حداکثرسازی ثروت سهامداران می باشد. در تحقیقات مربوط به ساختار مالکیت، سرمایه گذاران نهادی و تمرکز سهام به عنوان مهم ترین سازوکارهای نظارتی مطرح می باشند. بارتو و همکاران (۲۰۰۰) و بوش (۱۹۹۸) بیان نمودند که سرمایه گذاران نهادی، سرمایه گذارانی حرفه ای هستند که دارای تمرکز بلندمدت می باشند و با توجه به میزان سرمایه گذاری و کاربرد بودن، این نوع سرمایه گذاران می توانند بر اعمال مدیران نظارت و کنترل داشته باشند. همچنین در شرکت هایی که مالکیت به صورت متمرکز می باشد، سهامداران با توجه به حق رأی خود، قدرت کافی در انتخاب مدیران و نظارت بر عملکرد آن ها دارند (جیالی و همکاران، ۲۰۰۸).

تصمیمات مربوط به تأمین مالی به عنوان یکی از تصمیمات اصلی مدیران مالی بایستی در جهت حداکثرسازی ثروت سهامداران انجام گیرد. انتشار مقاله مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) سرآغازی بر توجه به ساختار سرمایه به عنوان یکی از عوامل اصلی تعیین کننده ارزش شرکت می باشد. این دو محقق بیان کردند که با فرض نبودن مالیات بر درآمد، عدم وجود هزینه های نمایندگی و... ساختار سرمایه و ارزش شرکت مستقل از هم هستند. مودیلیانی و میلر در سال ۱۹۶۳ با تجدید نظر در نظریه اول خود بیان کردند که استفاده از بدهی در ساختار سرمایه، باعث کاهش مالیات بر درآمد پرداختی شرکت می شود. در نتیجه استفاده بیشتر از بدهی منجر به افزایش ارزش شرکت می شود.

۱۶۰ پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال سوم، شماره یازدهم، پاییز ۱۳۹۰

هرچه نسبت نقدینگی شرکت ها بیشتر باشد، دارایی های بیشتری برای پرداخت های آتی در دسترس است. اما نسبت های بالا ممکن است منجر به کاهش بازده مورد انتظار گردد (دیتمار و ماهر، اسمیت، ۲۰۰۷). شواهدی وجود دارد که نشان می دهد سرمایه گذاری نقد به وسیله مدیران در حاکمیت شرکتی ضعیف موجب کاهش سودآوری در آینده می شود که آن مبنایی برای قیمت گذاری شرکت ها است (هارفورد، ۲۰۰۸). این نتایج درست جایگزین فرضیه جریان نقد آزاد جنسن (۱۹۸۶) و نظریه عمومی مسأله نمایندگی است. براساس فرضیات جنسن (۱۹۸۶) و استولز (۱۹۹۰) سهامداران تمایل دارند تا دسترسی مدیران به جریانات نقدی آزاد را برای جلوگیری از سوء استفاده مدیران از منابع شرکت محدود نمایند. اوپلر و همکاران (۱۹۹۰) بیان کردند که موجودی نقد برای انگیزه های احتیاطی نگهداری می شود.

۴- مروری بر تحقیقات انجام شده

با ملاحظه مهم ترین مطالعات انجام شده در مورد ارتباط بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت نتایج متفاوتی مشاهده می شود. گامپرز و همکاران (۲۰۰۳) به این نتیجه رسیدند که شرکت های با حقوق سهامداران قوی، ارزش شرکت بالا، سود بیشتر و مخارج سرمایه ای پایین تری دارند. کاراداناسیس و دراکوس (۲۰۰۴) به این نتیجه دست یافتند که بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. کاپاپولس و لازاری تو (۲۰۰۷) تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های یونانی را بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که ساختار مالکیت متمرکز با سودآوری بالاتر همراه است. درای فیلد و همکاران (۲۰۰۷) نشان دادند که تمرکز مالکیت تاثیر مثبت بر اهرم مالی و ارزش شرکت در شرکت های کشور اندونزی و کره دارد ولی این تاثیر در کشورهای تایلند و ژاپن منفی می باشد. هاگت و همکاران (۲۰۰۴) ارتباط بین تمرکز مالکیت و عملکرد را مورد بررسی قرار دادند. آن ها شواهدی که حمایت مثبت ارتباط بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت را نشان دهد را نیافتند. گوگلر و همکاران

تأثیر ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و نقدینگی بر ارزش بازار شرکت ها..... ۱۶۱

(۲۰۰۸) یک رابطه منفی بین عملکرد شرکت و مالکیت نهادی را یافتند. اشمید و زیمرمان (۲۰۰۵) نیز رابطه معناداری بین سهامداران عمده و ارزش شرکت نیافتند. حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۷) رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت را بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که یک رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت وجود دارد. نتایج تحقیق مهدوی و میدری (۱۳۸۴) حاکی از آن است که تمرکز تاثیر مثبت و معناداری بر بازدهی سهام دارد. نتایج تحقیق حسینی (۱۳۸۶) نیز نشان داد که با وجود اینکه میزان مالکیت نهادی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بسیار زیاد می‌باشد، ولی هیچگونه رابطه معناداری بین سرمایه‌گذاران نهادی و بازده وجود ندارد.

همچنین نتایج تحقیقات انجام شده پیرامون رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت نیز تفاوت قابل ملاحظه‌ای را نشان می‌دهد. اوپلر و تایتمن (۱۹۹۴) به این نتیجه رسیدند که اهرم مالی بر بازده و ارزش شرکت تاثیرگذار است. اسحاق و همکاران (۲۰۰۹) نتیجه گرفتند که اهرم مالی عاملی تعیین‌کننده در قیمت سهام است و با ارزش بازار رابطه مثبت و معناداری دارد. فاما و فرنچ (۲۰۰۲) یک رابطه مثبت و معناداری بین سودآوری شرکت ها و اهرم مالی را یافتند. لانگ و همکاران (۲۰۰۴) با استفاده از کیو توبین به عنوان معیار ارزش شرکت، به این نتیجه رسیدند که نسبت بدهی به دارایی‌ها با کیو توبین رابطه مثبت دارد ولی اولسن و لانگ (۲۰۰۵) و باکر و یورگلر (۲۰۰۲) رابطه منفی کیو توبین را با ساختار سرمایه یافتند.

نمازی و شیرزاده (۱۳۸۴) رابطه بین ساختار سرمایه با سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را با تاکید بر نوع صنعت مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق آن ها نشان داد که بین ساختار سرمایه و سودآوری رابطه مثبت وجود دارد. اما این رابطه از نظر آماری ضعیف است. حسن‌پور بهابادی (۱۳۸۴) در تحقیقی ارتباط بین تغییرات ساختار سرمایه و تغییرات ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی نمود. در این تحقیق چهار صنعت خودرو و

۱۶۲ پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال سوم، شماره یازدهم، پاییز ۱۳۹۰

ساخت قطعات، کانی غیر فلزی، دارویی و مواد غذایی مورد بررسی قرار گرفت. نتایج این تحقیق حاکی است که تغییرات ساختار سرمایه تنها بر ارزش شرکت در صنعت کانی غیر فلزی مؤثر است و در صنایع مواد غذایی، خودرو و ساخت قطعات و دارویی چنین رابطه‌ای وجود ندارد.

جنسن (۱۹۸۶) بیان نمود که مدیران انگیزه زیادی برای نگهداری وجوه نقد جهت افزایش دارایی‌های تحت کنترل خود و دستیابی به قدرت احتیاطی در تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری دارند. دیتمار و ماهر، اسمیت (۲۰۰۷) بیان کردند که حاکمیت شرکتی یک تاثیر قابل توجهی بر ارزش شرکت از طریق تاثیرگذاری بر نقدینگی دارد. یک دلار موجودی نقدی در شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی ضعیف ارزشی حدود ۰/۴۲ تا ۰/۸۸ دلاری ایجاد می‌کند، در حالیکه در حاکمیت شرکتی خوب این رقم تقریباً دو برابر است. پین کویتز و همکاران (۲۰۰۶) در تحقیق خود به این نتیجه دست یافتند که ارتباط بین نقدینگی و ارزش شرکت در کشورهایی که حمایت سرمایه‌گذاری در آن‌ها ضعیف است، نسبت به کشورهای دیگر خیلی ضعیف است. هارفورد (۱۹۹۹) نیز نشان داد که شرکت‌های با نقدینگی بیشتر ارزش بیشتری را به دست می‌آورند. بویل و گوردی (۲۰۰۳) معتقدند که سطح بالایی از پول نقد برای سرمایه‌گذاری بالقوه ضروری است. در واقع موجودی نقدی ارزش شرکت‌ها را از طریق کاستن از هزینه‌های تأمین مالی افزایش می‌دهد و بر تعداد سرمایه‌گذاری‌های پرریسک - که ایجادکننده ارزش هستند - می‌افزاید. چن (۲۰۰۸) بیان می‌کند که موجودی نقد ممکن است منجر به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های غیرسودآور شود که آن نیز ارزش شرکت را کاهش خواهد داد. لینز و کالجوا (۲۰۰۴) ارتباط منفی نقدینگی با ارزش شرکت را یافتند. نتایج تحقیق اسحاق و همکاران (۲۰۰۹) نشان داد که بین ساختار مالکیت درونی و قیمت سهام رابطه معناداری وجود ندارد و نگهداری وجوه نقد اضافی نیز نمی‌تواند بر قیمت سهام شرکت‌ها تاثیر معنادار آماری داشته باشد. ولی اهرم مالی (نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام) و نوسان‌پذیری سود عاملی تعیین کننده برای قیمت سهام شرکت‌هاست.

تأثیر ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و نقدینگی بر ارزش بازار شرکت ها.....۱۶۳

صادق‌بیان (۱۳۷۷) رابطه بین وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی و سود عملیاتی را مورد بررسی قرار داد. نتایج این تحقیق نشان داد که رابطه معناداری بین جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی و سود عملیاتی وجود ندارد.

۵- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری و تحقیقات انجام شده فرضیه‌های این تحقیق به صورت زیر ارائه می‌شود:

- فرضیه اصلی ۱: بین ساختار مالکیت و ارزش بازار شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه فرعی ۱-۱: بین درصد سهام در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش بازار شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه فرعی ۱-۲: بین تمرکز سهام و ارزش بازار شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه اصلی ۲: بین ساختار سرمایه و ارزش بازار شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه اصلی ۳: بین نقدینگی و ارزش بازار شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

۶- روش تحقیق

این تحقیق از نوع تحقیقات همبستگی و از لحاظ هدف نیز از نوع تحقیقات کاربردی است. همچنین طرح پژوهش از نوع نیمه تجربی است، زیرا از داده‌های تاریخی استفاده می‌شود.

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ است و نمونه تحقیق شامل شرکت‌هایی است که تا پایان سال ۱۳۸۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند، جزو بانک‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بیمه نباشند، دوره مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد، طی دوره زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشند و داده‌های مورد نیاز برای انجام این تحقیق در دسترس باشد. بر اساس محدودیت‌های در نظر گرفته شده تعداد

۱۷۶ شرکت (شرکت در تمام سال ها) به عنوان نمونه نهایی تحقیق انتخاب شد. اطلاعات و داده‌های مورد نیاز برای انجام تحقیق از طریق سایت‌های رسمی بورس اوراق بهادار تهران از جمله سایت مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی (Rdis)، شرکت اطلاع رسانی بورس و نرم افزار ره-آورد نوین گردآوری و محاسبات اولیه مورد نیاز در صفحه گسترده اکسل انجام شد. سپس تجزیه و تحلیل نهایی با استفاده از نرم افزار SPSS16 صورت گرفت. برای آزمون فرضیه‌های تحقیق نیز از الگوی رگرسیونی چندگانه ۱ استفاده شده است:

(۱)

$$MV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 INST_{i,t} + \alpha_2 CENT_{i,t} + \alpha_3 CAPS_{i,t} + \alpha_4 LIQ_{i,t} + \alpha_5 Tobins Q_{i,t} + \alpha_6 DPR_{i,t} + \alpha_7 TANG_{i,t} + \epsilon$$

در الگوی ۱ MV نشان‌دهنده متغیر وابسته تحقیق است و به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$MV_{i,t}$: ارزش بازار شرکت i در زمان t ، که از طریق حاصل ضرب قیمت سهام در پایان سال در تعداد سهام عادی منتشر شده شرکت به دست آمده است. $INST$ ، $CENT$ ، $CAPS$ و LIQ متغیرهای مستقل تحقیق می‌باشند و برای آزمون هر فرضیه به تناسب از آن‌ها استفاده شده است. نحوه محاسبه این متغیرها به شرح زیر است:

$INST_{i,t}$: درصد سهام در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی شرکت i در زمان t ، که از طریق تقسیم تعداد سهام در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی (بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه، دولت و مؤسسات دولتی و نیمه دولتی و کلاً سهامداران حقوقی) بر کل سهام منتشر شده شرکت محاسبه شده است.

$CENT_{i,t}$: درصد تمرکز سهام شرکت i در زمان t ، که از نسبت سهام نگهداری شده بزرگترین سهامدار به کل سهام شرکت به دست آمده است.

$CAPS_{i,t}$: ساختار سرمایه شرکت i در زمان t ، که از نسبت کل بدهی‌های شرکت

تأثیر ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و نقدینگی بر ارزش بازار شرکت ها.....۱۶۵
بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به عنوان شاخص ساختار سرمایه استفاده شده است.

$LIQ_{i,t}$: نقدینگی شرکت i در زمان t ، که موجودی نقد پایان سال شرکت در ترازنامه می باشد.

$Tobin's Q$ ، DPR و $TANG$ متغیرهای کنترلی تحقیق می باشند که از $Tobin's Q$ به عنوان متغیری برای فرصت های رشد، از DPR برای کنترل قدرت سودآوری شرکت و از $TANG$ جهت کنترل قابلیت وثیقه گذاری شرکت ها استفاده شده است و روش محاسبه آن ها به صورت زیر است:

$Tobin's Q_{i,t}$: کیو توبین شرکت i در زمان t ، که از نسبت ارزش بازار (حاصل ضرب قیمت سهام در پایان سال در تعداد سهام عادی) تقسیم بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت به دست آمده است.

$DPR_{i,t}$: درصد سود تقسیمی شرکت i در زمان t .

$TANG_{i,t}$: نسبت دارایی های ثابت مشهود شرکت i در زمان t ، که از نسبت دارایی های ثابت مشهود به ارزش دفتری کل دارایی ها به دست آمده است.

۷. نتایج آزمون فرضیه ها

فرضیه اصلی ۱: بین ساختار مالکیت و ارزش بازار شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد. نتیجه آزمون فرضیه اصلی ۱ و فرضیه های فرعی مربوط به آن در جدول شماره ۱ منعکس شده است. سطح معناداری الگو ۰/۰۰۰ و آماره F آن ۲۹/۳۶۹ است که بیانگر معنادار بودن الگو در حالت کلی می باشد. درصد سهام در اختیار سرمایه گذاران نهادی و تمرکز سهام در سطح اطمینان ۹۹٪ معنادار است که نشان می دهد بین این دو متغیر با متغیر وابسته (ارزش بازار شرکت) رابطه معناداری وجود دارد. با توجه به اینکه علامت ضریب و آماره t متغیر درصد سهام در اختیار سرمایه گذاران نهادی مثبت است، می توان گفت که با ارزش بازار شرکت رابطه مثبت و معناداری دارد. ولی علامت ضریب متغیر

۱۶۶ پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال سوم، شماره یازدهم، پاییز ۱۳۹۰

تمرکز سهام منفی است که نشان می‌دهد بین تمرکز سهام و ارزش بازار شرکت رابطه منفی و معنادار وجود دارد. به طور کلی با توجه به معنادار بودن هر دو متغیر مربوط به ساختار مالکیت می‌توان گفت که فرضیه اصلی ۱ و فرضیه‌های فرعی مربوط تایید می‌شود و ساختار مالکیت بر ارزش بازار شرکت‌ها تاثیر معناداری دارد.

جدول ۱- نتایج حاصل از آزمون فرضیه ۱ و فرضیه‌های مربوط به آن

آماره t	ضریب استاندارد شده	سطح معناداری	نام متغیر
۳۴/۷۳۷	-	۰/۰۰۰	عرض از مبدأ
۳/۷۶۹	۰/۲۳۵	۰/۰۰۰	درصد سهام در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی (INST)
-۳/۱۰۲	-۰/۱۸۶	۰/۰۰۲	تمرکز سهام (CENT)
۶/۸۲۲	۰/۴۰۷	۰/۰۰۰	کیو توین (Tobin's Q)
۴/۵۱۲	۰/۲۶۳	۰/۰۰۰	درصد سود تقسیمی (DPR)
۴/۴۲۴	۰/۲۵۰	۰/۰۰۰	نسبت دارایی مشهود (TANG)
F- stat: 29/369		Sig F- Stat: 0/000	
R square: 0/466		Adjusted R square: 0/451	

*منبع: یافته‌های پژوهشگر

فرضیه اصلی ۲: بین ساختار سرمایه و ارزش بازار شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد. در فرضیه ۲ رابطه ساختار سرمایه (نسبت کل بدهی‌ها به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام) با ارزش بازار شرکت‌ها مورد آزمون قرار گرفت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه در جدول شماره ۲ نشان داده شده است. سطح معناداری الگو ۰/۰۰۰ و آماره $F_{29/257}$ است که نشان می‌دهد الگو معنادار بوده و می‌توان از آن استفاده کرد. با توجه به جدول می‌توان گفت که ساختار سرمایه با ارزش بازار شرکت رابطه معناداری ندارد، بنابراین این فرضیه مورد آزمون تایید نمی‌شود.

تأثیر ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و نقدینگی بر ارزش بازار شرکت ها.....۱۶۷

جدول ۲- نتایج حاصل از آزمون فرضیه ۲

نام متغیر	سطح معناداری	ضریب استاندارد شده	آماره t
عرض از مبدأ	۰/۰۰۰	-	۳۶/۰۶۸
ساختار سرمایه (CAPS)	۰/۶۱۵	-۰/۰۳۲	-۰/۵۰۴
کیو توبین (Tobin's Q)	۰/۰۰۰	۰/۴۷۴	۷/۸۲۵
درصد سود تقسیمی (DPR)	۰/۰۰۰	۰/۲۶۶	۴/۰۷۹
نسبت دارایی مشهود (TANG)	۰/۰۰۰	۰/۲۶۴	۴/۴۵۳
F- stat: 29/257 Adjusted R square: 0/395		Sig F- Stat: 0/000 R square: 0/409	

*منبع: یافته های پژوهشگر

فرضیه اصلی ۳: بین نقدینگی و ارزش بازار شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد. نتیجه آزمون فرضیه اصلی ۳ در جدول شماره ۳ منعکس شده است. نتیجه آزمون نشان می دهد که سطح معناداری الگو ۰/۰۰۰ و آماره F آن ۴۶/۲۰۵ است و می توان از آن استفاده کرد. نقدینگی در سطح اطمینان ۹۹٪ معنادار است و با توجه به اینکه علامت آماره t و ضریب مربوط به نقدینگی مثبت است، پس می توان گفت که نقدینگی بر ارزش بازار شرکت تاثیر مثبت و معناداری دارد بنابر این فرضیه مورد آزمون تایید می شود.

جدول ۳- نتایج حاصل از آزمون فرضیه ۳

نام متغیر	سطح معناداری	ضریب استاندارد شده	آماره t
عرض از مبدأ	۰/۰۰۰	-	۴۵/۷۰۶
نقدینگی (LIQ)	۰/۰۰۰	۰/۴۲۵	۷/۷۱۰
کیو توبین (Tobin's Q)	۰/۰۰۰	۰/۴۴۵	۸/۲۳۵
درصد سود تقسیمی (DPR)	۰/۰۰۰	۰/۲۶۴	۴/۸۷۷
نسبت دارایی مشهود (TANG)	۰/۰۱۶	۰/۱۳۵	۲/۴۳۸
F- stat: 46/205 Adjusted R square: 0/508		Sig F- Stat: 0/000 R square: 0/519	

*منبع: یافته های پژوهشگر

۸- بحث و نتیجه گیری

در این تحقیق سه فرضیه اصلی و دو فرضیه فرعی مورد بررسی قرار گرفت. در فرضیه اصلی ۱، رابطه بین ساختار مالکیت و ارزش بازار شرکت ها مورد آزمون قرار گرفت که برای رسیدن به جواب این فرضیه، دو فرضیه فرعی نیز آزمون شد. نتایج آزمون این فرضیه‌ها نشان داد بین سهامداران نهادی با ارزش بازار شرکت‌ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. نتیجه به دست آمده با نتایج بسیاری از تحقیقات از جمله کاراداناسیس و دراکوس (۲۰۰۴) و حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۷) مشابه است ولی نتیجه تحقیق گوگلر و همکاران (۲۰۰۸) را تایید نمی‌کند، آن‌ها در تحقیق خود رابطه منفی مالکیت نهادی با عملکرد را یافته بودند. همچنین نتیجه آزمون فرضیه فرعی مربوط به تمرکز مالکیت نشان داد این متغیر با ارزش بازار شرکت یک رابطه منفی دارد که متفاوت با نتیجه تحقیق کاپاپولس و لازاری تو (۲۰۰۷) و مهدوی و میدری (۱۳۸۴) می‌باشد. بنابراین با توجه به نتایج به دست آمده حاصل از آزمون فرضیه اصلی ۱ و فرضیه‌های فرعی مربوط می‌توان گفت که در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان سرمایه‌گذاران حرفه‌ای عمل کرده و بر اعمال و رفتار مدیران نظارت مؤثر و مثبت دارند. در حالی که تمرکز سهام تاثیر منفی بر ارزش بازار شرکت‌ها دارد و می‌توان گفت که تمرکز سهام و در واقع سهامدار عمده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در نظارت بر عملکرد مدیران موفق نیستند.

در فرضیه اصلی ۲ رابطه بین ساختار سرمایه با ارزش بازار شرکت‌ها بررسی شد. نتیجه حاصل از آزمون این فرضیه نشان داد که ساختار سرمایه با ارزش بازار رابطه معنادار آماری ندارد. این نتیجه با بعضی از تحقیقات گذشته از جمله اسحاق و همکاران (۲۰۰۹)، نمازی و شیرزاده (۱۳۸۴) مطابقت ندارد. در فرضیه اصلی ۳ نیز رابطه نقدینگی شرکت با ارزش بازار مورد بررسی قرار گرفت. نتیجه آزمون این فرضیه حاکی از وجود رابطه مثبت و معنادار نقدینگی با ارزش بازار شرکت‌هاست. این نتیجه

تأثیر ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و نقدینگی بر ارزش بازار شرکت ها.....۱۶۹

با بسیاری از تحقیقات از جمله هارفورد (۱۹۹۹) و اسحاق و همکاران (۲۰۰۹) مطابقت دارد. پس می‌توان گفت که نگهداری وجوه نقد اضافی در شرکت، مدیران را به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور بالقوه ترغیب کرده و این امر موجب بهبود عملکرد شرکت و افزایش ارزش بازار شرکت می‌شود.

۹- پیشنهاد برای استفاده کنندگان از تحقیق

با توجه به وجود رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاران نهادی با ارزش شرکت، به سرمایه‌گذاران بالقوه پیشنهاد می‌شود که در تصمیمات خرید سهام شرکت‌ها این عامل را به عنوان یک عامل مثبت در نظر گیرند. همچنین با توجه به رابطه منفی تمرکز سهام با ارزش شرکت، توصیه می‌شود سرمایه‌گذاران این عامل را به عنوان یک عامل منفی در انتخاب شرکت در جهت خرید سهام آن‌ها در نظر گیرند و سیاست‌گذاران سازمان بورس نیز سعی کنند میزان تمرکز سهام شرکت‌ها را کاهش دهند. بدین ترتیب تنوع در سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان یک انتخاب سهم با ارزش بالاتر تلقی می‌گردد. نتیجه آزمون دیگر فرضیه نشان داد که نقدینگی رابطه مثبت با ارزش شرکت دارد. بنابراین به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود برای انجام بهتر امورات شرکت از قبیل پرداخت‌های آتی، سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور و... همیشه مقدار بهینه- ای از نقدینگی داشته باشند. به سرمایه‌گذاران نیز پیشنهاد می‌شود در خرید سهام شرکت‌ها این عامل (نقدینگی) را به عنوان یک عامل مثبت مورد توجه قرار دهند.

۱۰- پیشنهاد برای تحقیقات آتی

به منظور روشن شدن هر چه بهتر تأثیر ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و نقدینگی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پیشنهاد می‌شود موضوعات زیر بررسی و مورد توجه قرار گیرد:

- بررسی تأثیر ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و نقدینگی بر ارزش

شرکت‌ها با در نظر گرفتن اندازه شرکت.

۱۷۰ پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال سوم، شماره یازدهم، پاییز ۱۳۹۰

- بررسی تاثیر ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و نقدینگی بر ارزش شرکت ها با در نظر گرفتن شرکت های سرمایه گذاری، بانک ها، موسسات مالی و اعتباری و بیمه.

- استفاده از سایر شاخص های ساختار سرمایه مثل نسبت بدهی بلندمدت به حقوق صاحبان سهام، نسبت بدهی به دارایی و... در بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر ارزش شرکت ها.

- استفاده از سایر سازوکارهای ساختار مالکیت مثل مالکیت درونی، مالکیت خصوصی، مالکیت خویشاوندی، سهامدار بلوکی و... در بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت ها.

Archive of SID

منابع

- پی‌نو، ریموند، (۱۳۸۶)، "مدیریت مالی"، (ترجمه علی جهانخانی و علی پارسائیان)، جلد دوم، تهران، انتشارات سمت: صص ۲۵-۴۴.
- حساس یگانه، یحیی، محمد مرادی و هدی اسکندر، (۱۳۸۷)، "بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۲: صص ۱۰۷-۱۲۲.
- حسن‌پور بهابادی، داود، (۱۳۸۴)، "بررسی ارتباط بین تغییرات ساختار سرمایه و تغییرات ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت، پایان‌نامه کارشناسی ارشد.
- حسینی، سید مجتبی، (۱۳۸۶)، "بررسی اثر میزان سهامداران نهادی به عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی بر بازده سهامداران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت، پایان‌نامه کارشناسی ارشد.
- صادق‌بیان، محسن، (۱۳۷۷)، تحقیقی پیرامون رابطه بین وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی و سود عملیاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۷۲ الی ۱۳۷۵، دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت، پایان‌نامه کارشناسی ارشد.
- مهدوی، ابولقاسم، احمد میدری، (۱۳۸۴)، "ساختار مالکیت و کارایی شرکت‌های فعال در بازار اوراق بهادار تهران"، مجله تحقیقات اقتصادی، شماره ۷۱: صص ۱۳۲-۱۰۳.
- نمازی، محمد و جلال شیرزاده، (۱۳۸۴)، "بررسی رابطه ساختار سرمایه با سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران: با تأکید بر نوع صنعت"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲: صص ۷۵-۹۵.

Abdullah, Sh.N. (2004), "Board Composition, CEO Duality and Performance Among Malaysian Listed Companies".

Corporate Governance, Vol. 4, No. 4: pp. 47-61.

Baker, M. and Wurgler, J. (2002), "Market Timing and Capital Structure". *Journal of Finance*, Vol.57, No.1: pp.1-32.

Bartov, E., Radharkrishnan, S. and Krinsky, I. (2002), "Investor Sophistication and Patterns in Stock Returns". *The Accounting Review*: pp. 43-63.

Bhagat, S., Black, B. and Blair, M. (2004), "Relational Investing and Firm Performance". *Journal of Financial Research*, Vol. 27: pp. 1-30.

Boyle, G.W. and Guthrie, G.A. (2003), "Investment, Uncertainty and Liquidity". *Journal of Finance*, Vol. 58 : pp. 2143-66.

Bushee, B.J. (1998), "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior", *Accounting Review*, Vol.73: pp. 305-334.

Chen, Y. (2008), "Corporate Governance and Cash Holdings: Listed New Economy Versus Old Economy Firms". *Corporate Governance*, Vol. 16, No. 5: pp. 430-42.

Dittmar, A., Mahrt-Smith, J. and Servaes, H. (2003), "International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38: pp. 111-33.

Driffield, N., Mahambare, V. and Pal, S. (2007), "How Does Ownership Structure Affect Capital Structure and Firm Value? Recent Evidence from East Asia". *Economics of Transition*, Vol. 15, No. 3: pp. 535-73.

Fama, EF. And French, KR. (2002), "Testing Trade-off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt". *The Review of Financial Studies*, Vol. 15, No.1: pp. 1-33.

Gompers, P., Ishii, J. and Metrick, A. (2003), "Corporate Governance and Equity Prices". *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118: pp. 107-55.

Gugler, K., Mueller, D. and Yurtoglu, B. (2008), "Insider Ownership, Ownership Concentration and Investment Performance: An International Comparison". *Journal of*

Corporate Finance, Vol. 14, No. 5: pp. 688-705.

Harford, J. (1999), "Corporate Cash Reserves and Acquisitions", *Journal of Finance*, Vol. 54: pp. 1969-97.

Harford, J., Mansi, S.A. and Maxwell, W.F. (2008), "Corporate Governance and Cash Holdings". *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, No. 3: pp. 535-55.

Issahag, Z., Bokpin, G.A. and Onumah, J.M. (2009), "Corporate Governance, Ownership Structure, Cash Holdings, and Firm Value on the Ghana Stock Exchange". *The Journal of Risk Finance*, Vol.10, No.5: pp. 488-499.

Jensen, M.C. (1986), "Agency Costs of the Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers". *American Economic Review*, Vol. 76: pp. 323-9.

Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, Vol. 3: pp. 305-60.

Kapopoulos, P. and Lazaretou, S. (2007), "Corporate Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Greek Firms". *Corporate Governance*, Vol.15, No.2: pp.144-158.

Karathanssis, G.A. and Drakos, A.A. (2004), "A Note on Equity Ownership and Corporate Value in Greece". *Journal of Financial and Economics*, Vol. 3: pp. 305-60.

Lang, M.H., Lins, K.V. and Miller, D.P. (2004), "Concentrated Control, Analyst Following, and Valuation: Do Analysts Matter most when Investors are Protected Least?". *Journal of Accounting Research*, Vol. 42, No. 3.

Lins, K. and Kalcheva, I. (2004), "International Evidence on Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problems". Working Paper.

Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment". *American Economic Review*, Vol. 68, No.3: pp.261-297.

Olsen, B., Elang, B. (2005), "Do Multinational Operations Influence Firm Value? Evidence from the Triad Regions". *International Journal of Business and Economics*, Vol. 4, No.1.

Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. and Williamson, R. (1999), "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings". *Journal of Financial Economics*, Vol. 52: pp. 3-46.

Opler, T.C., Titman, S. (1994), "Financial Distress and Corporate Performance". *Journal of Finance*, Vol. 3 : pp.1015-1040.

Pinkowitz, L., Stulz, R. and Williamson, R. (2004), "Do Firms with Poor Protection of Investor Rights Hold More Cash? ". Working Paper, Georgetown University: pp. 1-45.

Schmid, M.M. and Zimmermann, H. (2005), "Managerial Incentives and Firm Valuation: Evidence from Switzerland". Working Paper, SSRN.

Stulz, R. (1990), "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies". *Journal of Financial Economics*, Vol.26: pp. 3-27.

Xia, L.H., Wang, Z.J. and Deng, X.L. (2008), "Ownership, Independent Directors, Agency Costs and Financial Distress: Evidence from Chinese Listed Companies". *Corporate Governance*, Vol. 8 , No, 5: pp. 622-636.

Archive SID